

系列教材

公司治理

—— 利益创造、股权结构和运行机制研究

杨 勇 张永岳 编著



清华大学出版社

<http://www.tup.tsinghua.edu.cn>

北京交通大学出版社

<http://press.bjtu.edu.cn>

现代 MBA 系列教材

公 司 治 理

——利益创造、股权结构和运行机制研究

杨 勇 张永岳 编著

清华大学出版社
北京交通大学出版社

·北京·

内 容 简 介

本书内容共分为七章。第一至六章，依次研究了公司治理中的主要六大问题，分别是：公司治理与相关架构、公司治理与利益创造、公司治理与利益分配、公司治理与股权结构、公司治理与运行机制、公司治理与运作模式；第七章则结合了我国经济运行和公司发展的实际情况，探讨了我国公司治理的逻辑框架与未来发展。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13501256678 13801310933

图书在版编目(CIP)数据

公司治理：利益创造、股权结构和运行机制研究/杨勇，张永岳编著. —北京：清华大学出版社；北京交通大学出版社，2012.8

(现代MBA系列教材)

ISBN 978-7-5121-1122-6

I. ①公… II. ①杨… ②张… III. ①公司-企业管理-研究生-教材 IV. ①F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2012)第187068号

责任编辑：谭文芳 特邀编辑：花蕾

出版发行：清华大学出版社 邮编：100084 电话：010-62776969

北京交通大学出版社 邮编：100044 电话：010-51686414

印刷者：北京瑞达方舟印务有限公司

经 销：全国新华书店

开 本：185×260 印张：11.75 字数：301千字

版 次：2012年9月第1版 2012年9月第1次印刷

书 号：ISBN 978-7-5121-1122-6/F·1067

印 数：1~4 000册 定价：28.00元

本书如有质量问题，请向北京交通大学出版社质监组反映。对您的意见和批评，我们表示欢迎和感谢。

投诉电话：010-51686043, 51686008; 传真：010-62225406; E-mail: press@bjtu.edu.cn。

前 言

20世纪90年代以来,在经济全球化的影响下,公司治理越来越受到世界各国的重视,掀起了一个全球化的公司治理运动。良好的公司治理机制是现代市场经济健康运作的微观基础,随着我国经济体制改革进程的推进,公司治理成为现代企业制度建设的最重要的内容之一,对我国经济、金融和社会的稳定与发展具有重大意义。

从学科建设的角度看,“公司治理”作为工商管理学科教育的一门核心课程,是一门实践性很强、发展很快的学科。作为这门课程的任课老师,我们对国内外“公司治理”有关教材和专著进行了系统的考察和分析,发现国外“公司治理”的研究起步较早,学理性研究也达到了一定的深度,但其研究路径与国内的思维习惯差异较大,与我国的相关企业实践也有不太符合之处。与此同时,国内有关教材与专著的研究框架和路径虽然对推进国内公司治理课程的建设起到了很大的作用,但存在的最大遗憾是对上述存在的问题并没有根本性的改变。此外,从实践角度来看,对国内实际问题的剖析还存在“隔靴搔痒”之感。

为此,我们认为“公司治理”作为一门实践性很强的学科,对有关问题的研究应该遵循“从实践中来,到实践中去”的原则,尤其是,在教学实践中,当我们面对学员提出系列问题的时候,我们深切地感受到,理论只有和我国现实的经济实践紧密结合起来,才能真正地推进理论的发展,并使有关理论有更大的适用价值。同时,我们现有的教学研究团队正好在知识结构上能实现良性互补。其中,一位作者既是资深学者,又直接担任过上市公司的主要经营者,并参与过多种类型企业董事会的工作,具有丰富的实践经验,并对公司治理实践具有切肤的体察和理解;另一位作者作为中青年经济学者,理论基础扎实,思维活跃,对前沿问题有着敏锐的感觉,并有较多的时间从事系统的文献研究工作。《公司治理——利益创造、股权结构和运行机制研究》一书的撰写动因正在于此。

本书的撰写是我们对“公司治理”这一学科进行系统研究的过程,也是我们力图形成具有创新价值的独立视角和体系的过程。全书的撰写先后历时一年半,大体分成三个阶段:第一阶段,在提纲拟定阶段,我们全面搜集了国内外有关“公司治理”教材和专著,仔细分析了其框架结构和知识点分布,总结了不同教材和专著的优缺点,然后结合我们对“公司治理”的理解和认识,确立了撰写提纲;第二阶段,在初稿撰写阶段,笔者系统收集了有关研究文献,在对有关研究文献进行分析的基础上,从笔者的研究视角对有关观点进行提升,确立了笔者的观点、行文思路和行文风格,并在实际的研究和撰写过程中适当地调整了提纲;第三阶段,在初稿撰写的基础上,再易其稿,进一步对有关内容进行整理和提升,最终形成了本书的框架与文稿。

本书共分为七章,既是一个具有理性逻辑结构的整体,又可视作相对独立的研究专题。第一至六章,依次研究了公司治理中的主要六大问题,分别是:公司治理与相关架构、公司治理与利益创造、公司治理与利益分配、公司治理与股权结构、公司治理与运行机制、公司治理与运作模式。第七章则结合了我国经济运行和公司发展的实际情况,探讨了我国公司治

理的逻辑框架与未来发展。鉴于当前我国公司治理尚未形成完整的和成熟的理论体系，不同学者都是从自身学科背景出发来分析和介绍公司治理的理论和实践。本书的作者作为经济学者，秉承“以实践为导向，以理论为支撑”的撰写理念，基于经济学的基本方法，综合性地借鉴管理学和法学等多门学科领域的研究方法，形成了本书独特的视角和创新之处。

作者在本书的撰写过程中，力图体现以下特色。

第一，从实践出发，把利益作为核心关系来剖析。实践成就了本书的广度，理论则增强了本书的深度。本书从实践出发，基于经济学关于公司利润最大化的基本假设，从“利益”的角度对公司治理的有关问题进行分析，探究了公司治理与利益创造之间的关系及其实现路径，并从“利益分享”角度研究了有关公司治理问题的出现，分析了公司治理机制与利益创造和分享之间的逻辑关系。

第二，进行结构的梳理。鉴于股权结构是公司治理问题的逻辑起点，且在不同股权结构下公司治理问题存在着根本的差异，本书从“股权结构”视角界定了“匀质股权”和“非匀质股权”，并基于“匀质股权”和“非匀质股权”分析了两类公司治理问题出现的原因，梳理出我国公司治理问题的逻辑框架和现实图景，探究了不同公司治理问题的解决方法和路径，形成了统一的逻辑分析框架。

第三，反映学界的最新成果。本书在以往“公司治理”教材和专著的基础上，吸收了公司治理方面的最新研究成果，比如，在外部治理机制方面本书分析和考察了“媒体”的公司治理作用，在利益制衡方面探讨了“社会资本”对公司治理的作用，这在拓展公司治理研究的视野和边界的同时，丰富了研究的内容。

第四，力图构建一个简洁但又有着学理逻辑的学科结构。鉴于公司治理是一门新兴的涉及经济学、金融学、管理学和法学等不同门类的交叉学科，发展历史短，涉及学科多，本书主要从经济学视角来阐释和研究公司治理问题并构建公司治理理论体系，遵循前后一致的逻辑框架，通过构造一般化的研究体系，有助于读者对公司治理形成一个全方位的认识，并能够产生理论上尤其是经济学理论上的理性思考。

当然，作者深知，鉴于时间和水平有限，本书存在不足之处，主要表现为有些创新性的理论观点还不够充实，实证研究相对我国公司治理的实践有所欠缺，这也构成了作者今后需要进一步研究的重点内容。然而，本书作为我们在现阶段对公司治理问题潜心研究的成果，其主要价值是得以构建起有多创新拓展的公司治理框架体系，并给读者——不论是理论工作者，还是经营管理企业的实践者——带来新的启示，这或许会在当今理论和实践多元化的时代能够为公司治理“百家争鸣”式的研究盛景略尽我们的绵薄之力。更为重要的是，作者期待以此拓展这一学科的研究视角，从而能对我国相关的经济实践起到更大的积极推进作用。

作者

2012年1月

目 录

第一章 公司治理与相关架构	1
第一节 公司治理的基本内涵	1
一、一项精妙的制度安排	1
二、公司治理概念体系	3
第二节 公司治理的基本架构	7
一、公司治理体系	7
二、三个核心治理角色	9
三、利益相关者	11
第三节 管理、经营和治理	13
一、管理和经营	14
二、发展的三角	15
第二章 公司治理与利益创造	17
第一节 资本、利益与公司	17
一、公司的内涵与特征	17
二、资本的联合体	19
三、利益的聚焦点	23
第二节 利益创造的公司治理维度	25
一、人员选任	25
二、决策制定	28
三、公司治理维度	29
第三节 与利益相关的激励机制	31
一、激励相容	32
二、“经济人”约束.....	34
第三章 公司治理与利益分配	37
第一节 公司治理与利益分享	37
一、利益分享主体	37
二、利益分享形式	40
第二节 利益分享的非正规形式	43
一、控股股东与“内部人”	44
二、获取利益的非正规形式	46
第三节 公司治理与权利制衡	52
一、法律制衡	52
二、利益制衡	54

第四章 公司治理与股权结构	58
第一节 股权结构与公司治理	58
一、所有权结构与股权结构	58
二、股权结构与公司治理绩效	60
第二节 匀质股权结构	66
一、匀质股权	66
二、匀质股权下的公司治理问题	67
第三节 非匀质股权结构	70
一、股权数量非匀质	70
二、股权性质非匀质	75
第五章 公司治理与运行机制	84
第一节 内部治理机制	84
一、优化股权结构	85
二、调整董事会结构	94
第二节 外部治理机制	96
一、外部治理的存在逻辑	96
二、外部治理的关键路径	99
第三节 公司治理机制的整合	108
一、公司治理体系	109
二、公司治理机制的整合	110
第六章 公司治理与运作模式	112
第一节 公司治理的成功做法	112
一、公司治理的法制规范	112
二、公司治理的运行机制	115
第二节 公司治理模式	118
一、公司治理模式的环境	118
二、公司治理模式的选择	119
第三节 公司治理检验	122
一、世界主要公司治理模式比较	122
二、对公司治理模式的检验	125
第七章 我国公司治理的历史演进与未来图景	128
第一节 我国公司治理结构的历史演进	128
一、双层治理模式阶段	128
二、独立董事模式阶段	129
三、股权分置改革阶段	130
第二节 当前我国公司治理的核心问题	131
一、匀质股权结构下的委托代理问题	131
二、非匀质股权结构下的国有股问题	132
三、公司治理的外部环境问题	133

第三节 我国公司治理体系的未来图景.....	134
一、公司治理模式的有效性	134
二、未来的公司治理图景	135
附录.....	138
参考文献.....	170

第一章 公司治理与相关架构

作为一种普适的制度形态，市场经济广泛深刻地改变着世界面貌，促使人类不断向前探索，维系社会的活力，引领文明的创新，这就注定了无论是市场经济采用哪一种形态，都将是研读公司治理时不可忽略的一个基本起点。在现实的市场经济中，市场交换从来就不仅仅是纯粹的个人之间的事情，它往往要通过各种各样的社会机构，依照各种各样的社会习惯来进行。一般来说，独立企业制度是运作规范和有效的市场经济体制的根本特征，而公司作为最灵活、最基本、最有效的企业组织形式，对促进社会经济的发展具有非常重要的作用。

第一节 公司治理的基本内涵

一、一项精妙的制度安排

公司治理 (Corporate Governance) 的理论起点是科斯 (Coase) 对新古典经济学企业“黑箱”理论所做出的突破。^① 而理论界一旦突破了企业“黑箱”理论，对公司治理的系统研究就获得了飞速的进展。从理论上而言，企业理论是新制度经济学的重要理论之一，Coase (1936)^②、Jensen 和 Meckling (1976)^③、Williamson (1985)^④、Grossman 和 Hart (1986)^⑤ 以及 Milgrom 和 Roberts (1990)^⑥ 等人均作出了突出的贡献，使企业理论渐臻完善。而关于公司制度演进的分析表明，公司财产所有权和经理人员的职业化是现代企业制度的精髓所在。尤其是，作为企业制度史上的一次伟大变革，公司制企业具有传统企业无法比拟的优势。一方面，公司拥有独立法人财产所有权，摆脱了对个人的依附，投资者能够在公司层面上实现大规模的资本联合。另一方面，在股权分散的条件下，由职业的经理人员控制

① 新古典经济学的实质是价格决定，即认为在自由交易的市场上，个人追求自身利益最大化的结果是市场总是处于“出清”状态，公司被描述成本质上同一的组织，被人为地设定为可以实现资源最优化配置的整体，而其在市场经济中的内部运行机制被忽略。科斯 (Coase, 1937) 关于企业性质的开创性论文把企业从传统价格理论中的“黑箱”状态中解脱出来，企业内部结构以及企业内部运行机制开始进入了经济学家们的研究视野，并由此导致了公司理论、产权理论以及制度变迁理论的巨大发展。(参阅 Coase, R. H. *The Nature of the Firm*. *Economica*, New Series, 1937, 1 (4): 386-405.)

② Coase, R. H. *The Nature of the Firm*. *Economica*, 1937, (4): 386-405.

③ Jensen, M. C., Meckling, W. H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3 (4): 310-311.

④ Williamson, O. E. *Economic Institutions of Capitalism*. New York: The Free Press, 1985.

⑤ Grossman S. J. & Hart, O. D. *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*. *The Journal of Political Economy*, 1986, 94 (4): 691-719.

⑥ Milgrom, P. & Roberts, J. *Bargaining Costs, Influence Costs and the Organization of Economic Activity*. In J. Alt and K. Shepsle, eds., *Perspectives on Positive Political Economy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990, 57-89.

公司大大地提高了公司的运作效率。而这一变革之所以具有如此重要的意义,在于这一变革是发生在企业的经营管理环节。具体来说,公司是各种生产要素的组合物,公司产出是各种生产要素整体发挥作用的结果,而管理的职能恰恰在于使各种生产要素更好地组合,使它们得以最大限度地发挥作用,实现产出最大化。并且,公司的高、中层级决策者都不再兼有资本所有者的身份,而成为专门的“支薪管理人员”,资本所有权和经营权发生了分离,且高、中层级的决策者形成了较为复杂的决策分工体系,由此使得公司成为“由一支支薪的中、高层经理人员所经营管理的多单位企业”^①。

1. 经理革命

公司的出现是企业制度变革过程中精妙的制度创新,它突破了传统企业中存在能够绝对影响公司的个人或家族的大股东控制结构,为“经理革命”奠定了基础。所谓经理革命,是指随着股份公司的发展、股权的分散以及企业所有权和经营权的分离,主导企业甚至经济社会的权力将逐步由股东转移至经理阶层的现象。

早在20世纪20年代,美国制度学派经济学家凡勃伦即提出了与此相关的思想,认为科学技术的发展及其在社会生产过程中作用的日趋重要,使得科学家、工程师和技术人员具有取代资本所有者而成为企业进而经济社会的主导力量。1932年,伯利和米恩斯(Berle & Means)在其著作《现代公司与私有财产》^②中系统论述了经理革命的思想,认为所有权和经营权的分离使得经理阶层事实上取得了对企业的控制权。1941年,白汉恩(Burnham)在《经理革命:世界上正在发生什么》一书中正式提出了“经理革命”的概念。^③制度学派经济学家加尔布雷斯特对这一思想进行了深入的论证,他提出了“权力始终归最重要的生产要素所有者占有”的思想,认为在当代社会中,技术知识成为比资本更为重要的生产要素,故企业的权力亦从所有者手中转移至以经理人员为首的“专家组合”那里,从而导致深刻的社会经济变革。^④

“经理革命”发源于19世纪中期的美国,到1963年,美国200家最大的非金融公司中84.9%是由经理控制的,而随着“经理革命”的完成,公司经理人员基本实现了职业化,这不但扩大了企业规模,还大大提高了经营的效率。另外,股权的分散使股东不可能凭股权来对公司施加足够的影响,由此,职业的经理人员逐渐控制了公司的高层管理,并逐渐成为了实际控制公司的“内部人”。而在“内部人控制”格局下,掌握着典型的现代公司控制权的经理人不拥有公司股份,或者只拥有公司股份的一个十分微不足道的份额,公司盈利性地经营所获得的报酬只能在极小程度上使他们获益,所以,公司经理人基于自身利益最大化的行为就不可避免地出现了,诸如经营者的短期行为、过度投资、过分的在职消费等都在经理人实现其利益最大化的同时在不同程度上损害了股东的长远利益,从而产生提高了代理成本,如何控制经理人的这些行为就成为公司管控过程中所面临的关键问题。即“经理革命”后,由于公司的股权极其分散,没有了股东的直接控

① 钱德勒(Alfred D. Chandler, Jr.)。看得见的手——美国企业的管理革命。北京:商务印书馆,1987。

② Berle, A. and Means G. The Modern Corporation and Private Property. McMillan, New York, 1932.

③ [美]詹姆斯·白汉恩。经理革命:世界上正在发生什么。英文本。1941年,纽约。转引自:邹进文。公司理论变迁研究。长沙:湖南人民出版社,2000版,第89-91页。

④ [美]加尔布雷斯特。新工业国。英文本。1971年,第2版,波士顿。转引自:邹进文。公司理论变迁研究。长沙:湖南人民出版社,2000版,第92-98页。

制,那么,不承担经营收益和风险的经理人员就会处于自身利益最大化而损害公司或者股东的利益,这也成为现代公司制度所面临的主要问题。实际上,随着所有权和控制权在公司中的分离,当经理人成为公司的实际控制者的时候,公司治理问题的基本前提——委托代理便出现了。

2. 委托代理

股权分散是现代公司的一个突出特征,而与之相关的是所有权和控制权相分离以及由此产生的委托代理关系。所谓公司中的委托代理,是由于公司所有者与经理人基于不同的利益取向而产生的经理人利用手中拥有的权力侵犯所有者利益的现象。而公司治理中委托代理关系产生的条件主要包括如下三个方面:①经理人(代理人)与作为股东的所有者(委托人)目标的不一致是引起公司中委托代理关系产生的根本原因。对于所有者而言,追求利润最大化是股东的行为目标,而对于经理人而言,其行为动机是多元的,除了获取个人经济收入动机外,还包括提高自己的社会地位动机、扩大调动资源的动机以及实现自我价值的动机。经理人和股东目标的不一致使得经理人基于个人利益目的而损害股东利润最大化目标,并由此导致了公司治理问题的出现。②信息不对称性是公司治理委托代理问题产生的基本前提。尤其是,由于信息不对称导致股东难以准确判断经理人是否尽了最大努力去增进股东的利益,经理人就可以借此采取机会主义的“搭便车”行为,从而损害股东利益。③契约的不完备性和经营的不确定性是公司治理委托代理问题产生的重要条件,即由于现实经济生活的复杂性和不可预测性条件下,股东和经理人之间不能就所有问题进行详尽的契约界定,从而赋予了经理人一定的机会主义空间。

就公司治理委托代理问题而言,在股权分散或两权高度分离的情况下,公司面临的最突出的问题就是全体股东与经营者之间的利益冲突。更具体地讲,公司面临的最突出的问题就是如何保证作为所有者的股东能够有效地控制经营者等(Shleifer & Vishny, 1997; 郑红亮, 1998)^①。实际上,委托代理理论就是为了解决上述问题和矛盾应运而生的,其核心就是委托人(全体股东)如何设计一个最优的治理结构与治理机制,以保证代理人(经营者)按照委托人(全体股东)的利益行事。

二、公司治理概念体系

关于公司治理比较典型的早期研究是 Berle 和 Means (1932),是关于公司所有权与经营权分离对公司经营影响很大的论述;^② Mace (1971)关于美国公司董事会实际作用与理论上认定的和法律上界定的作用之间有很大差别的论述;^③以及 Jensen 和 Meckling (1976)关于代理成本的开创性论文。^④此后, Easterbrook 和 Fischel (1991)、Roe (1990)、Hart (1995)以及 Shleifer 和 Vishny (1997, 1998)、Fama (1980)等人从法律、所有制、股权结构、融

① Shleifer, A. and Vishny, R., et al. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 1997, 52: 1131-1150. 郑红亮. 公司治理理论与国有企业改革. 经济研究, 1998, 10: 20-27.

② Berle, A. and Means G. *The Modern Corporation and Private Property*. McMillan, New York, 1932.

③ Mace, M. *Directors - myth and reality*. Harvard University Press, Cambridge, MA, 1971.

④ Jensen, M. C. and Meckling, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Owner-ship Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3 (4): 306-360.

资结构、产权等多个角度对公司治理进行了深入的理论研究。^①就国内的情况来看,对公司治理的研究则源自20世纪90年代初国有企业改革的一个重要举措——建立现代企业制度,此后,我国经济学界结合国内的公司实践对公司治理理论从不同的角度进行介绍和阐述(吴敬琏,1994;张维迎,1995),^②并在公司治理的内涵和有效制度安排(林毅夫等,1997)^③、委托代理问题研究(张维迎,1996)^④、产权的讨论(张维迎,1999;孙永祥,2001)^⑤和治理模式的比较(李维安,2001)^⑥等方面均取得了一定的进展(孙永祥,2002)。^⑦

理论研究的深入为我们认识和理解公司治理提供了多元化的视角,但是,却难免在实践面前遇到“曲高和寡”的境遇。尤其是,国内外学术界虽然对公司治理理论做了大量的研究,但是,在公司治理内涵的界定上却是“仁者见仁,智者见智”,没有一个统一的定义模式(费方域,1996、1998)。^⑧鉴于本书的目标,笔者的观点更加关注于公司治理在现实世界的表现。虽然“公司治理问题是研究如何进行合约、组织和立法设计而使公司运作更富有效率的一个多学科交叉的经济学领域”,但是,“公司治理问题的产生,根源于现代公司中所有权与经营权的分离以及由此所导致的委托—代理问题”,因此,“治理的作用在于如何有效地抑制代理成本^⑨,解决管理层的选择与激励问题。”(于东智,2002)^⑩

1. 公司治理的前提

首先,笔者认为,健康的公司治理基于如下前提:

(1) 委托代理是公司治理出现的前提,而这是基于两权分离形成的。即“股东本身对所持股份拥有绝对的控制权。但是,在股东有限责任的条件下,股东放弃了对公司资产由他人使用的控制权。这一权利被授予公司的管理层。事实上,这是法人组织带给投资者的一大利益,他们可以把钱财委托给那些拥有股东们不具备的特质包括专业和时间的人们来管理。

① 参阅 Easterbrook, F. and Fischel, D. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, Cambridge, MA, 1991; Roe, M. Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27: 7 - 41; Hart, O. Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, 1995, 105 (May): 667 - 689; Shleifer, A. and Vishny, R., et. al. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 1997, 52: 1131 - 1150; Shleifer, A. and Vishny, R., et. al. Law and Finance. *Journal of Political Economy* 1998, 106: 1113 - 1155; Fama, E. Agency Problems and the Theory of Firm, *Journal of Political Economy*, 1980, 88 (2): 288 - 307.

② 吴敬琏. 现代公司与企业改革. 天津: 天津人民出版社, 1994; 张维迎. 从现代企业理论看国有企业改革. 改革, 1995 (1); 张维迎. 公司融资结构的契约理论: 一个综述. 改革, 1995 (4).

③ 林毅夫, 蔡昉, 李周. 现代企业制度的内涵与国有企业改革方向. 经济研究, 1997 (3).

④ 张维迎. 所有权、治理结构与委托—代理关系. 经济研究, 1996 (9).

⑤ 张维迎. 企业理论与中国企业改革. 北京: 北京大学出版社, 1999; 孙永祥. 所有权、融资结构与公司治理结构. 经济研究, 2001 (1).

⑥ 李维安. 中国公司治理原则与国际比较. 北京: 中国财政出版社, 2001.

⑦ 孙永祥. 公司治理结构: 理论与实证研究. 上海: 上海人民出版社, 2002.

⑧ 费方域. 什么是公司治理. 上海经济研究, 1996 (5); 费方域. 企业的产权分析. 上海: 上海人民出版社, 1998.

⑨ “设计、监督、约束利益冲突人之间的一组契约所必须付出的成本, 加上执行契约时成本超过利益所造成的剩余损失就是代理成本。”(参阅 Jensen, M. and W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, (3): 305 - 360.)

⑩ 于东智. 公司治理问题: 一个概念体系的构建. 东方论坛, 2002 (4).

但是,这同样也是一大缺点。因此,正是由于所有权和控制权的这种分离,才使得它成为公司治理中争论的焦点。”(Monks and Minow, 2004)^①

(2) 委托代理问题的关键不仅在于经营者的努力不足,而更在于他们扩大控制权的冲动和渴望。尤其是,公司股东以及经理人同样作为社会中的“经济人”,追求的都是自身利益的最大化。在股东通过分红或股票升值等方式来实现自身经济利益的最大化的同时,经理人利用自身的人力资本为股东创造价值并将公司视为获取报酬以实现自我价值的源泉,并且为了达到自身的目标经理人有时会以牺牲股东财富为代价制定决策从而使自身利益最大化,比如通过偷懒行为、机会主义行为、在职消费、过度津贴、转移价格等(杨瑞龙等人, 2001; 于东智, 2001; Shleifer and Vishny, 1997)^②方式来增加自身的利益,这在股权比较分散的公司更是如此。

(3) 以股东利益为重点的公司整体利益增长是本书考虑的核心。虽然,“董事们和经理们总被认为是合理地甚至被要求去考虑所有权益方的利益”,并且“只有把满足股东利益作为他们的第一目标,他们才能长远地满足所有投资者的利益”(Monks and Minow, 2004)^③。但是,一般而言,在公司治理理论的发展过程中,公司追求的目标经历了三个阶段,即公司利润最大化阶段、股东利益最大化阶段以及相关者利益最大化阶段,其中,利益相关者包括股东、债权人、内部员工、政府以及社区等。但是,考虑到实际操作中的困难,“治理”作为公司制度中的一项制度安排,其最终目的在于股东利益的最大化,即经理人应该以股东利益最大化为终极目标,如何来保证股东利益的最大化就成为公司治理所要解决的主要问题。因此,公司治理处理相关问题需要坚持以下三个原则,即:出资者享有充分的收益权,经营者享有充分的经营权,经营者为出资者的利益服务。

(4) 公司治理在考虑更多权益方(如顾客、员工、供应商、分销商、贷款方以及社区等)时,必然会造成效率的损失,而利润是一个企业生存下去的基本前提。尤其是,“告诉一个经理要实现当前利润最大化、市场份额最大化、未来利润增长最大化,以及任何人们喜欢的目标会导致这个经理没有目标。结果会很混乱,缺乏目标会从根本上阻碍一家企业在竞争中获得生存。”(Jensen, 2001)^④

(5) 本书的基本着眼点是从利益分享角度出发,强调公司治理过程中利益的创造以及公司治理机制中不同利益主体之间的权力分配与利益分享问题。

2. 公司治理的定义

基于上述前提,本书从积极的正面角度来定义公司治理,即健康的公司治理是基于两权分离以及委托代理机制所产生的多元利益结合体,这主要包含如下三层内容:

(1) 利益的创造是公司治理关注的核心。良好的公司治理结构能够保护股东和利益

^① Monks, R. A. G. and Minow, N. *Corporate Governance*. Oxford: Blackwell, 2004. [美] 罗伯特·韦尔林·吕彦儒, 尤佳译. 公司治理案例. 上海: 上海人民出版社, 2008: 15.

^② 杨瑞龙, 郑志. 竞争、内部人控制与经济绩效: 许继集团治理结构及其绩效的经济学解释. 中国工业经济, 2001 (10); 于东智. 股权结构、治理效率与公司绩效. 中国工业经济, 2001 (5); Shleifer, A. and Vishny, R., et al. *Legal Determinants of External Finance*. *Journal of Finance*, 1997, 52: 1131 - 1150.

^③ Monks, R. A. G. and Minow, N. *Corporate Governance*. Oxford: Blackwell, 2004. [美] 罗伯特·韦尔林·吕彦儒, 尤佳译. 公司治理案例. 上海: 上海人民出版社, 2008.

^④ [美] 罗伯特·韦尔林·吕彦儒, 尤佳译. 公司治理案例. 上海: 上海人民出版社, 2008: 13.

相关者的利益，为投资者创造财富，同时能够提高公司竞争力，培育市场信心，吸引投资者。

(2) 利益的分配是公司治理运作的过程。从动态视角来看，公司是资本和人力资本等资源要素产权所有者契约集合，而公司作为一种人力资本与非人力资本的联合体，其功能就是通过人力资本与非人力资本的合理结合，达到最佳的经营效果，这时，人力资本就更多地表现为企业家才能，企业家把自己所拥有的体力和智力作为资本投入企业，与将非人力资本投入到企业的股东一样承担投资的风险。因此，公司本质上就成为资本（包括人力资本和非人力资本）纽带下的多元利益结合体，公司治理结构就是该利益结合体的外在表现，所以，公司治理结构中表现出来的各种权利分配就是资本力量的作用结果。

总体来看，公司治理强调的是企业控制权的配置与制衡，治理机制的本质就在于公司治理主体之间权利对权利的控制，以达到不同权利主体之间的激励约束相容，最终促进各方利益最大化。Shleifer 和 Vishny 等人（1997）认为公司治理处理的是如何进行有效的机制设计以使资本供给者能够从投资中获得相应的收益，^① 不过需要指出的是，施莱佛和维什尼所指的资金的供给者（Suppliers of finance）应该不仅包括公司股东、债权人，还应该包括人力资本的提供者——经营者，因为“金融资本的提供者需要依靠特殊的人力资本来产生回报”。^② 金融资金提供者获利的方式大体可以分为两种，即通过公司分红或通过股票的升值，这两种获利方式和途径均取决于公司良好的经营绩效。只有当公司治理制度安排反映了合理的资源要素分配时，公司的价值创造才得以延续，否则公司的利益分配问题将制约公司的下一步发展。因此，公司治理的本质就是利益分配问题。

(3) 权力制衡是实现和保证利益创造的保障和根本。^③ 公司治理要为所有者（股东）创造最高价值，但必须以平衡其他有关的利益做前提，否则，公司就很难创造最好的利益。这取决于经理人选聘、公司战略目标等核心问题的形成和制定。

进一步，对于这样一个健康的公司治理来说，一般包括如下特征。

① 董事会高效、诚信且称职。

② 董事会所聘用的经理称职，对其授权得当。

③ 在征得董事会的意见和许可后，经理能够选定“有前景”的业务。也就是说，公司有能力在一个有发展潜力的业务领域中和其他企业竞争、胜出，并保持获利。

④ 经理和管理团队要遵循董事会意见和征询董事会同意的前提下，提出合理的经营理念，以卓越的、独特的方式满足顾客的需要，以使公司盈利得到保持。

⑤ 董事会、管理层和股东的利益要保持协调一致，并体现“激励相容”原则，即公司治理各方在追求个人利益的同时，正好与公司的目标相吻合。具体来说，公司经理人是具有追求自身利益最大化的“经济人”，并且具有追求利益最大化的复杂而多样的手段。即，所有权与控制权的分离以及信息不对称等方面的原因导致了委托—代理问题的产生，经理人利用自身的人力资本为股东创造价值并将公司视为获取报酬以实现自我价值的源泉。但是，为

① Shleifer, A. and Vishny, R., et al. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 1997, 52: 1131 - 1150.

② Ander Shleifer and Robert W. Vishny, A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 1997, 52 (2): 737 - 783.

③ 而对于非健康的公司治理来说，控制权经常成为公司治理的核心。

了实现自身的需求, 经理人会牺牲股东利益来实现自身利益最大化, 比如通过偷懒行为、机会主义行为、在职消费、过度津贴、转移价格等 (杨瑞龙等, 2001; 于东智, 2001; Shleifer and Vishny, 1997)^① 方式来增加自身的利益。因此, 就需要设计合理的公司治理机制来协调经理人和股东之间不同的价值取向, 比如通过工资、奖金、持股权、报酬合约、股票期权、提升及解聘等 (孙永祥, 2001; 于东智, 2001; Jensen and Meckling, 1976; Fama, 1980)^② 等方法使经理人和股东之间的利益达到激励相容。

⑥ 公司能全面、及时地向公司的所有者、广大投资者披露公司的经营业绩。

第二节 公司治理的基本架构

一、公司治理体系

1. 制度安排

吴炯等人认为 (2002) 将公司治理结构分为内部治理层、利益相关者的外部治理层以及市场治理层三层^③, 而公司作为一个组织则兼具生产功能和交易功能 (杨立岩、王新丽, 2003)。具体来说, 公司包括了人与人之间的关系和人与物之间的关系, 人与物的关系更多地体现了公司的生产功能, 而人与人之间的关系就反映了公司的交易功能, 即公司在生产过程中对资本 (人力资本和非人力资本) 所有者进行协调的功能, 也就表现为公司治理结构中各方权利的配置问题。人与人的关系必然会影响到人与物之间关系, 而人与物之间关系直接影响公司的经营绩效, 因此, 有效的人与人之间的关系决定了公司治理结构, 从而直接决定了公司的经营绩效与发展。所以, 在公司内部人与人之间的关系不但包括股东和经理之间的关系、董事和经理之间的关系, 而且包括经理人和员工之间的关系, 这些关系结合在一起形成公司的治理结构并影响公司的发展和绩效, 总之, 从公司治理的功能来说, 公司治理结构是用以处理不同利益相关者即股东、贷款人、管理人员以及职工之间关系以实现经济目标的一整套制度安排, 包括: 如何配置和行使控制权; 如何监督和评价董事会、经理人员和职工; 如何设计和实施激励机制 (青木昌彦、钱颖一, 1995)^④。

一般而言, 解决公司治理中的委托代理现象主要包括如下两种机制。

(1) 法律。这构成了公司治理运行的基础性制度规范。运用法律保护治理机制在习惯法系国家最强, 而民法系国家最弱, 斯堪的纳维亚法律传统国家 (德国与之相似) 居于

① 杨瑞龙, 郑志. 竞争、内部人控制与经济绩效——许继集团治理结构及其绩效的经济学解释. 中国工业经济, 2001 (10); 于东智. 股权结构、治理效率与公司绩效. 中国工业经济, 2001 (5); Shleifer, A. and Vishny, R., et al. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 1997, 52: 1131-1150.

② 孙永祥. 所有权、融资结构与公司治理结构. 经济研究, 2001 (1); 于东智. 股权结构、治理效率与公司绩效. 中国工业经济, 2001 (5); Jensen, M. C. and Meckling, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3 (4): 306-360; Fama, E. Agency Problems and the Theory of Firm, *Journal of Political Economy*, 1980, 88 (2): 288-307; Shleifer, A. and Vishny, R., et al. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 1997, 52: 1131-1150.

③ 由于一些操作上的原因, 考虑“利益相关者”利益的公司治理结构并不能在现实中得以真正的体现, 第二层在目前可以合并到第一层。

④ 青木昌彦, 钱颖一. 转轨经济中的公司治理结构——内部人控制和银行的作用. 北京: 中国经济出版社, 1995.

中间。在英美民众推崇个人主义的特质，并拥有比较发达的法律体系，在这种外部法律环境和政治文化的作用之下，才能形成英美股权分散、个体投资者活跃和相应的以市场为基础的治理机制（郎咸平，2002）^①。Johnson, Rafael La Porta, Lopez 和 Shleifer（2000）分析了法院用来处理侵害股东尤其是小股东行为时的两个原则：一是勤勉义务（Duty of Care），即要求经理人按一个正常理性的人的能力谨慎地做出适当的商业判断；二是诚信义务（Duty of Loyalty），即内部经理人按照对股东以及公司诚信的要求行事，而不要以股东或公司的利益为代价获取自身的利益。^②实际上，仅有勤勉义务是不够的，除非股东等外部所有者能够证实经理等内部人没有依照股东利益最大化执行合理的商业行为，因此，为了使经理人按照股东的利益行事以实现企业价值最大化的目标，诚信义务就成为经理人经营行为的约束规则之一。所以，法律对保护小股东、债权人的利益以及建立比较合理的股权结构具有重要的影响（孙永祥，2002）^③，有关法律制度的健全与完善为公司治理提供强制性运行规则的同时，对公司的经营行为进行规范，这在某种程度上也就可以使得公司在经营过程中“有法可依、有章可循”，并进而影响公司的经营绩效。

（2）公司治理机制的设定。这构成了基本法律框架内各个公司带有自己特色的运行系统。冯根福、赵健（2002）认为公司治理结构模式是一个系统，并且这个系统至少包括三个相互关联的子系统，即基础运行系统、基本控制运行系统以及公司内部运行系统。基础运行系统主要包括投资主体的有效性、竞争环境的有效性、法律保障体系的有效性及行政监管的有效性等方面的内容；基本控制运行系统主要包括公司治理结构基本控制工具及其相互作用的过程，这主要由与公司治理结构相关的法律规定等因素决定。如英、美国国家基本控制运行系统的特征是“外强内弱”，即以内部治理为主，外部治理为辅；而日、德国家则“外弱内强”，即以内部治理为主，外部治理为辅。^④

2. 外部约束机制

实际上，公司治理是关于公司利益相关者（或所有者与经营者）之间关系的制度安排，公司通过设计、执行一套合理的制度安排来达到提高公司效率的目的。但是，还需要认识到，公司治理并不能和其赖以生存的外部环境孤立开来，即公司所有者对经营管理和绩效进行监督和控制的一整套制度安排需要从公司内部直接控制以及通过外部竞争所实现的间接控制两个不同的角度来界定，这两个角度的重心同样是所有者对公司经营管理与绩效的监督与控制（林毅夫等，1995）。^⑤

一般来说，好的公司治理是一个非常简单的词语，但是，来自欧美市场的好的公司治理实践在亚洲市场是否也是好的公司治理实践？特别是，在美国被认为是好的公司治理实践是否不同于欧洲的好的公司治理实践？实践证明，在世界上并不存在标准的公司治理模式。不过，虽然如此，公司的有效运行和科学决策不仅需要通过股东大会、董事会和监事会发挥作

^① 郎咸平. 从大历史动荡看中国今天需要怎样的公司治理. 新财富, 2002 (11).

^② Johnson S, Rafael La Porta, Florencio Lopez - de - Silanes and Andrei Shleifer, Tunneling, *American Economic Review*, 2000, 90: 22 - 27.

^③ 孙永祥. 公司治理结构: 理论与实证研究. 上海: 上海人民出版社, 2002.

^④ 冯根福, 赵健. 现代公司治理结构新分析: 兼评国内外现代公司治理结构研究的新进展. 中国工业经济, 2002 (11)

^⑤ 林毅夫, 蔡昉, 李周. 国有企业改革的核心是创造竞争的环境. 改革, 1995 (3).

用的内部监控机制，而且还需要一系列通过证券市场、产品市场和经理市场来发挥作用的外部治理机制，如公司法、证券法、信息披露、会计准则、社会审计和社会舆论等。因此，作为约束经理人偷懒以及机会主义等行为重要途径，来自资本市场所产生的收购与重组的威胁、产品市场竞争所产生的破产威胁、管理者市场竞争所带来的职业生涯压力、与法律制度背景与执法状况相关的制度环境约束以及来自社会伦理与道德的文化环境约束等都对于有效公司治理机制作用的发挥起着至关重要的影响。

总体而言，公司治理机制的高效运行需要竞争性的市场环境，这不但包括资本市场、劳动力市场、经理人市场等实体性市场的建立和健全，而且需要一系列的交易法律和法规的完善以维护产权主体间的合法权利，比如，进行市场运作制度环境的创建与维护、制定法律、界定和保护产权等方面的内容，使公司治理机制能够健康运行，以最终提高公司的经营绩效。

二、三个核心治理角色

公司治理所要解决的主要问题是所有权和经营权分离条件下的委托代理问题，即通过建立一套既分权又能相互制衡的制度来降低代理成本和代理风险，防止经营者对股东利益的背离，从而达到保护股东利益的目的。因此，股东大会（股东）、董事会（董事）、经理构成了公司治理中的三个关键角色，三者之间基于分权与制衡而形成的公司治理结构并构成了公司基础性核心权力配置体系。

1. 股东

股东是公司存在的基础，是公司的核心要素，股东以其投入公司的财产对公司拥有终极所有权并承担有限责任，因此，股东享有法律、行政法规和公司章程规定的合法权利，公司治理的重要价值指向之一就是保障股东的权利和利益的实现。

一方面，股东作为投资者按其出资额（股东另有约定的除外）享有所有者的分享收益、重大决策和选择管理者等权利。根据《公司法》的规定，公司股东享有知情质询权、决策表决权、选举权、被选举权、强制解散公司的请求权、临时股东会的提议召集权等多项权能，并承担着遵守法律、行政法规和公司章程、按时足额缴纳出资、不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益、不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益等责任。^①

另一方面，从法律意义上来说，股东地位一律平等，原则上同股同权、同股同利，但是，公司治理实际运行过程中的股权结构却造成了公司股东权限的差异，影响着其在公司治理中主观能动性作用的发挥。所谓股权结构，一般来讲有两层含义：第一个含义是指股权集中度；第二个含义则是股权构成，是指公司股权类型及比例配置的结构。基于公司股权集中程度的差异可以产生三种典型并具代表意义的类型划分（严若森，2002），即股权高度集

^① 公司股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任、逃避债务、严重损害公司债权人利益的，应当对公司债务承担连带责任。我国《公司法》规定了公司法人格否认（disregard of corporate personality）制度，该制度源于大陆法系国家，在英美法系国家中被称为“揭开公司的面纱”（lifting the veil of the corporation）或“刺破公司法人面纱”（piercing the corporation's veil），是指为阻止公司独立人格的滥用和保护公司债权人利益及社会公共利益，就具体法律关系中的特定事实，否认公司与其背后的股东各自独立的人格及股东的有限责任，责令公司的股东对公司债权人或公共利益直接负责，以实现公平、正义目标之要求而设置的一种法律措施。